

## Спекулятивное портфельное инвестирование на краткосрочных горизонтах

© 2009 И.А. Кох

кандидат экономических наук, доцент

Казанский государственный финансово-экономический институт

Сформулированы подходы к формированию краткосрочного спекулятивного портфеля в условиях российского фондового рынка, в том числе представлены специфические инвестиционные характеристики ценных бумаг, применимые на краткосрочных горизонтах.

*Ключевые слова:* ценные бумаги, инвестиционный анализ, портфельные инвестиции.

Под краткосрочным спекулятивным портфелем мы понимаем агрессивный портфель, ориентированный на получение дохода преимущественно в форме изменения рыночной стоимости финансовых инструментов, определяемой конъюнктурными факторами, и формируемый на срок, не превышающий, как правило, нескольких дней.

Портфели данного типа имеют ряд существенных отличий от классических средне- и долгосрочных портфелей, которые обусловлены как характерным поведением спекулятивных инвесторов на фондовом рынке, так и особенностями поведения самого рынка на предельно коротких временных интервалах. Вследствие этого применение традиционных методик оценки инвестиционных качеств финансовых активов и методик комбинирования этих активов при конструировании краткосрочных спекулятивных портфелей не всегда является эффективным.

В наших работах<sup>1</sup> мы выделили три варианта и три практических подхода к портфельному инвестированию, различающихся в зависимости от рыночного поведения инвестора и основного источника прибыли, на который инвестор ориентируется. Формирование краткосрочного спекулятивного портфеля характерно исключительно в рамках спекулятивного (рискового) варианта портфельного инвестирования с применением сценарно-ситуационного или индивидуального-объектного подхода.

Первичный отбор объектов инвестирования, который является начальным этапом формирования инвестиционного портфеля, осуществляется посредством выбора одной или нескольких торговых площадок организованного рынка ценных бумаг, в рамках которых будут осуществляться инвестиционные операции. Такой под-

<sup>1</sup> См.: Кох И.А. Портфельное и проектное инвестирование как методы осуществления инвестиционной деятельности // Финансы и кредит. 2008. № 24; Он же. Практические подходы к формированию портфеля ценных бумаг // Финансы и кредит. 2008. № 41.

ход определяется тем, что ввод и вывод финансовых активов и денежных средств из торговой системы сопряжен, как правило, с временными потерями, сопоставимыми с продолжительностью инвестиционного горизонта, что в данном случае будет существенно влиять на конечную эффективность портфельного инвестирования.

При оценке инвестиционных характеристик ценных бумаг в случае краткосрочного спекулятивного инвестирования важнейшее значение имеет измерение их ликвидности, поскольку именно краткосрочные финансовые инвестиции наиболее чувствительны к фактору ликвидности, так как величина трансакционных издержек не зависит от срочности операции, а ожидаемая доходность с сокращением инвестиционного горизонта сокращается.

Простейшими критериями ликвидности ценных бумаг применительно к краткосрочному горизонту являются спрэд (разница между лучшими котировками на покупку и на продажу), среднее количество сделок и средний объем сделок, заключаемых с ценной бумагой в течение дня или иного периода. Как правило, эти показатели имеют тесную обратную корреляцию друг с другом.

Кроме того, практика российского рынка показывает, что чем более ликвидной является ценная бумага, тем более предсказуемо ведет себя ее цена и тем более точными оказываются выводы, сделанные на основе технического анализа, который на современном финансовом рынке является базовым аналитическим инструментом спекулятивных инвесторов.

Таким образом, на основе оценки ликвидности портфельным менеджером могут быть отобраны ценные бумаги, в отношении которых в дальнейшем будут осуществляться аналитические действия. Такой отбор необходим в любом случае, поскольку принятие оперативных инвестиционных решений в отношении сразу всех ценных бумаг, доступных в торговой системе,

не представляется возможным. Количество ценных бумаг, отобранных портфельным менеджером в “операционный портфель”, должно соответствовать его техническим и личностным возможностям по осуществлению непрерывного мониторинга рынка. Очевидно, что это количество вряд ли может превышать 10-15 выпусков.

Показатели ожидаемой доходности ценных бумаг для целей краткосрочного инвестирования не могут быть основаны ни на долгосрочных статистических оценках их рыночной доходности, ни на результатах фундаментального анализа. В первом случае вероятнее всего, что фактическая доходность актива окажется близка к средней, слишком низка для принятия адекватного инвестиционного решения. Во втором случае метод оценки ожидаемой доходности в принципе не предназначен для выявления краткосрочных тенденций.

На коротких горизонтах доходность ценной бумаги определяется преимущественно не ее внутренними свойствами, а поведением рынка в целом, т.е. внешними по отношению к ценной бумаге и ее эмитенту факторами. Впрочем, ценные бумаги имеют собственные характерные особенности реакции на рыночную ситуацию, которые подлежат численной оценке. Соответственно, оценка ожидаемой доходности ценной бумаги складывается из оценки поведения рынка и оценки реакции ценной бумаги на это поведение.

Таким образом, в качестве показателя, эффективно характеризующего потенциальную доходность краткосрочных (в том числе внутридневных) операций на рынке ценных бумаг, может использоваться среднее движение цены в течение периода, которое характеризует потенциал получения спекулятивной прибыли при условии, что инвестор имеет возможность занимать и длинные, и короткие позиции по выбранным инструментам.

Движение цены ценной бумаги за период может быть рассчитано тремя способами: как соотношение цен закрытия, как отношение цены закрытия к цене открытия или как соотношение максимальной и минимальной цен. Динамика значений среднего движения цены, рассчитанных перечисленными способами, практически совпадает, однако движение цены “максимум - минимум” оказывается значительно большим, чем движение цены “закрытие - открытие” и “закрытие - закрытие”, причем значения последних двух показателей почти одинаковы.

Каждый из способов расчета движения цены оказывается более или менее релевантным в зависимости от особенностей торговой стратегии инвестора. Так, способ “максимум - минимум”

наилучшим образом характеризует потенциальную эффективность наиболее агрессивной модели рыночного поведения, а способ “закрытие - закрытие” более подходит для инвесторов, переносащих открытые позиции на следующие торговые дни.

Характерные значения среднего движения цены для более продолжительных интервалов по очевидным причинам оказываются выше, чем для дневного, причем кратность увеличения движения цены независимо от способа его исчисления приблизительно соответствует квадратному корню кратности увеличения базового интервала: например, для трехнедельного интервала (15 торговых дней) среднее движение цены примерно в 4 раза больше, чем для дневного, а для шестинедельного - в 5,5 раза.

Существенным аналитическим фактом, который может наблюдаться только для коротких базовых интервалов (до недели) является существенное расхождение между значениями движения цены “закрытие - открытие” и “закрытие - закрытие”. На российском рынке такое расхождение наблюдалось в 2001-2002, 2006-2007 гг., а также во второй половине 2008 г. - начале 2009 г. (здесь и далее рассчитано автором по данным ММВБ<sup>2</sup>), что говорит о происходивших в данный период многочисленных скачках цен между закрытием предыдущей торговой сессии и открытием текущей, или о “ценовых разрывах” (gap), в направлении основного движения цены текущего дня.

Представленная ситуация на рынке свидетельствует о повышенном риске переноса краткосрочных открытых позиций на следующий торговый день, так как она означает отсутствие у инвестора возможности закрыть позиции в начале торговой сессии по ценам, близким к ценам окончания предыдущей сессии. По мнению У. Шарпа, это также является одним из признаков низкой ликвидности ценных бумаг<sup>3</sup>.

На российском рынке облигаций общие соотношения движений цены, исчисленных разными способами, друг с другом аналогичны. Однако абсолютные значения движения цены “максимум - минимум” для однодневного интервала в 2005-2008 гг. составляли в среднем 0,1-0,3%, а для полумесячного интервала - 1-2%. Иными словами, на внутридневных интервалах движение цен облигаций сопоставимо с транзакционными издержками. Таким образом, облигации однозначно являются непривлекательным

<sup>2</sup> Московская межбанковская валютная биржа. Итоги торгов на фондовом рынке. Режим доступа: <http://www.micex.ru>

<sup>3</sup> Шарп У.Ф., Александер Дж.Г., Бэйли Дж.В. Инвестиции. М., 1999. С. 46.

инструментом для краткосрочного спекулятивного портфельного инвестирования.

Теоретически включение облигаций в краткосрочный портфель может быть обоснованным при наличии на рынке ситуации высокой неопределенности, когда нецелесообразно инвестировать в инструменты с повышенным риском (в акции). Однако в неопределенной ситуации облигации на коротких горизонтах инвестирования не гарантируют положительной доходности. Например, в 2007–2008 гг. для владельцев наиболее ликвидных российских корпоративных облигаций убыточными были в среднем 30–40% торговых дней, так как дневное падение чистой цены облигаций с избытком перекрывало прирост накопленного купонного дохода. Даже для недельных интервалов доля убыточных периодов владения облигациями редко оказывалась ниже 20%.

Соответственно, для гарантированного получения хотя бы минимального дохода в периоды краткосрочного отказа от вложений в акции целесообразно использовать биржевые операции репо, а не вложения в облигации. Депозитные операции также нецелесообразны, поскольку требуют вывода денежных средств из торговой системы.

Выраженное согласованное движение рыночных цен финансовых инструментов внутри торгового дня или в течение нескольких дней часто предопределяется не объективными внешними факторами, а массовым автоматическим использованием трейдерами стандартных аналитических методик, а также аналитической информации, распространяемой ведущими аналитическими агентствами и инвестиционными компаниями<sup>4</sup>.

На российском рынке акций дополнительным фактором является то, что у большинства эмитентов в свободном обращении находится минимальная часть размещенных акций, а подавляющая часть сделок в основном режиме торгов осуществляется в целях краткосрочных спекуляций. Косвенно это подтверждается тем, что на крупнейшей в России Фондовой бирже ММВБ более 80% сделок заключается с использованием доступа через интернет-шлюзы, а средний объем сделки по ликвидным акциям составляет менее 100 тыс. руб.

С одной стороны, такая ситуация практически не позволяет портфельному менеджеру использовать при краткосрочных операциях концепцию “быстрой реакции” на рыночные и внешние события: в условиях глобального и информационно насыщенного финансового рынка новости почти одновременно становятся обще-

доступными и так же одновременно на эти новости реагируют трейдеры, сдвигая цены на новые уровни. В условиях доступности интернет-торговли цепочка действий от получения новой информации до заключения сделки проходит практически мгновенно, без временного лага. Соответственно, реакция портфельного менеджера на те или иные события может быть либо предварительной, но с вероятностью неудачи, либо последующей, но со значительными потерями. С другой стороны, реакция рынка является достаточно предсказуемой, что дает возможность с высокой вероятностью оценивать направление движения цен на ближайшую перспективу и использовать этот прогноз как характеристику ожидаемой доходности.

Таким образом, рынок ценных бумаг, по нашему мнению, в краткосрочной перспективе непредсказуем с точки зрения конкретных значений ожидаемой доходности отдельных финансовых инструментов. Признание данного факта приводит нас к выводу о необходимости в целях конструирования краткосрочного спекулятивного портфеля учитывать доходность качественно: наличие явных предпосылок к выраженному изменению рыночной цены ценной бумаги должно рассматриваться как положительная ожидаемая доходность<sup>5</sup>, а отсутствие таких предпосылок (неопределенность) – как нулевая ожидаемая доходность. Если инвестор не имеет доступа к коротким продажам, то предпосылки к снижению цены также означают нулевую ожидаемую доходность.

При оценке рискованности краткосрочных, особенно внутриведенных, операций отсутствует необходимость в детальном рассмотрении макроэкономических, социально-политических рисков и долгосрочных рисков, связанных с деятельностью эмитента, в том числе кредитного риска, поскольку влияние соответствующих факторов на рыночную цену ценной бумаги за несколько часов или даже дней меняется крайне незначительно.

Если движения цены оказываются неожиданными и негативными для инвестора, то возможности минимизации потерь сводятся к использованию заранее предусмотренных в торговой стратегии компенсационных механизмов, в том числе стоп-заявок, либо к прямому реагированию (закрытию позиций). В обоих случаях эффективность противодействия потерям зависит в первую очередь от ликвидности финансового актива, а не от его внутренних свойств.

<sup>5</sup> Недосекин А. О. Оптимизация модельных фондовых портфелей в условиях существенной неопределенности // Аудит и финансовый анализ. 2002. № 1.

<sup>4</sup> Твид Л. Психология финансов. М., 2002. С. 69–76.

Формализованным критерием величины потенциальных потерь в случае негативного для инвестора развития рыночной ситуации может являться как традиционное стандартное отклонение доходности, так и рассмотренное выше среднее движение цены, динамика которых практически совпадает.

Таким образом, среднее движение цены ценной бумаги может выступать одновременно и как показатель потенциальной доходности, и как показатель рыночного (ценового) риска. Иными словами, оно является характеристикой агрессивности или консервативности ценной бумаги: бумага с большим значением движения цены является более агрессивными, а с меньшим - более консервативными.

Комбинирование активов в краткосрочном спекулятивном портфеле может осуществляться тремя различными способами, основанными на принципе условной диверсификации, на принципе следования за рынком или на принципе консервативности.

Принцип условной диверсификации предполагает предварительное определение максимальных долей каждого актива (группы активов) в формируемом портфеле, что одновременно определяет минимальное количество активов в портфеле. Затем из числа ценных бумаг, входящих в операционный портфель, выбираются те, которые имеют приемлемые для инвестора показатели доходности и риска на необходимом инвестиционном горизонте.

Если таких активов оказывается больше минимально допустимого числа, доли активов в формируемом портфеле корректируются с учетом надежности результатов оценки доходности и риска. Если приемлемых объектов инвестирования оказывается меньше минимально допустимого числа, часть доступных ресурсов будет направлена на относительно безрисковые операции.

Принцип следования за рынком опирается на эмпирически очевидное предположение о том, что рынок в целом двигается, как правило, согласованно. По крайней мере, при наличии сформированных внутренних рыночных тенденций или сильных внешних факторов, воздействующих на ценовую динамику, цены большинства ценных бумаг изменяются однонаправленно.

Если портфельный менеджер исходит из данного предположения, он занимает позиции в направлении движения рынка, отбирая в портфель ценные бумаги, которые не имеют индивидуальных особенностей, предопределяющих возможность движения их цены в направлении, противоположном общему движению рынка, и

исторически демонстрируют тесную корреляцию с рынком. В то же время следует учесть, что применение указанного принципа комбинирования невозможно в условиях недостаточной определенности будущего движения рынка. В условиях неопределенности инвестор вынужден будет временно отказаться от инвестирования.

Таким образом, диверсификация портфеля в обоих описанных выше случаях обеспечивает лишь некоторую защиту от катастрофических событий, связанных с отдельными выпусками ценных бумаг, а также от серьезных ошибок в аналитических выводах, но не нацелена на существенное снижение рыночного риска. Сознательный подбор ценных бумаг с минимально коррелированной доходностью в соответствии с постулатами классической портфельной теории при краткосрочном спекулятивном инвестировании не имеет смысла, поскольку частично нивелирует трендовую прибыль, являющуюся в данном случае основой инвестиционного дохода.

Формирование портфеля на основе принципа консервативности предполагает изначальное установление инвестором предельной абсолютной или относительной величины убытков по портфелю. Наилучшим, по нашему мнению, способом измерения этой величины является методика VaR.

Для каждого инвестиционного актива или портфеля весь ожидаемый доход от владения ими может быть подразделен на стабильную и рисковую части. Стабильную часть составляют как прирост накопленного купонного дохода по облигациям, скорректированный на изменение чистой рыночной цены облигации в связи с изменением срока до погашения, так и иные фиксированные поступления, рисковую часть - ценовые разницы.

Предельным убытком портфеля соответственно будет являться разница между вероятными ценовыми убытками, оцененными на основе VaR, и стабильной частью ожидаемого дохода. Полным ожидаемым доходом будет сумма стабильной части и рисковую части, оцененной исходя из предполагаемого трендового движения цены. Алгоритм оптимизации структуры портфеля будет нацелен на нахождение портфеля с максимальным, полным, ожидаемым доходом при соблюдении ограничения по предельному вероятному убытку.

Применение изложенных выше подходов позволит в значительной степени формализовать принятие портфельных решений при проведении краткосрочных операций на рынке ценных бумаг и адаптировать основные методологические элементы классической портфельной теории к потребностям спекулятивного инвестора.

*Поступила в редакцию 07.04.2009 г.*